



EVROPSKÝ LITERÁRNÍ KLUB



VYŠEHRAĐ

GEORGE SOROS





NOVÉ PARADIGMA  
PRO  
FINANČNÍ TRHY

ÚVĚROVÁ KRIZE 2008  
A CO DÁL

1. VYDÁNÍ

PRAHA 2009

*ELK děkuje následujícím organizacím  
za finanční příspěvky na vydání této knihy*



*OPEN SOCIETY FUND Praha*



*METROPROJEKT Praha a. s.*



*SUDOP BRNO, spol. s r. o.*

*ORI, s r. o.*

**Moravský archiv vín**  
*Obchodní  
zastoupení v.o.s.  
Věra a Jiří Štanglerovi*

© 2008 by George Soros  
First published in the United States by Public Affairs™  
a member of the Perseus Books Group  
Poprvé vydáno v USA nakladatelstvím Public Affairs™,  
členem Perseus Books Group  
© ELK, Praha 2009  
Translation Part One © Václav Procházka, 2009  
Translation Part Two © Matěj Brabec, Katarína Bendíková  
Typodesign © Martin Dyrýnk, 2009  
ISBN 978-80-86316-82-6 (ELK)  
ISBN 978-80-7021-997-3 (Vyšehrad)

## ÚVOD

OCITÁME SE UPROSTŘED NEJHORŠÍ FINANČNÍ KRIZE OD TŘICÁTÝCH let minulého století. V některých ohledech se podobá jiným krizím, ke kterým došlo v posledních pětadvaceti letech, je tu však jeden závažný rozdíl: současná krize znamená konec éry úvěrové expanze, založené na dolaru jako mezinárodní rezervní měně. Pravidelné krize byly součástí rozsáhlejšího procesu střídání prosperity a úpadku, který trval déle než pětadvacet let.

Abychom pochopili, co se děje, potřebujeme nové paradigma. Paradigma, převládající v současné době, tj. že finanční trhy směřují k rovnováze, je jak chybné, tak zavádějící; naše současné potíže lze velkou měrou přičíst skutečnosti, že na základě tohoto paradigmatu se vyvinul mezinárodní finanční systém.

Nové paradigma, které navrhuji, se neomezuje na finanční trhy. Týká se vztahu mezi myšlením a realitou a tvrdí, že v utváření běhu dějin hrají významnou roli mylné představy a interpretace. Na této rámcové myšlenkové koncepci jsem pracoval již jako student na London School of Economics, tedy ještě před tím, než jsem začal aktivně působit na finančních trzích. Jak jsem napsal již dříve, výrazně mě ovlivnila filozofie Karla Poppera. Přiměla mě ptát se po předpokladech, na jakých je založena teorie dokonalé konkurence – zejména předpokladu dokonalého vědění. Uvědomil jsem si, že účastníci trhu nemohou zakládat svá rozhodnutí na vědění samotném, a že jejich předpojaté představy různým způsobem ovlivňují nejen tržní ceny, ale i samy základy tržního mechanismu, o kterých se předpokládá, že tyto ceny odrážejí. Argumentoval jsem tím, že myšlení účastníků trhu plní dvojí funkci. Na jedné straně se účastníci trhu snaží pochopit svou situaci. To jsem nazval kognitiv-

ní funkcí. Na druhé se snaží danou situaci změnit. To jsem nazval participační nebo manipulativní funkcí. Tyto dvě funkce působí opačnými směry a za určitých okolností se mohou křížit. To jsem nazval interferenční reflexivitou.

Když jsem se stal účastníkem trhu, aplikoval jsem svou rámcovou koncepci na finanční trhy. To mi umožnilo lépe pochopit zpočátku sebezposilující a v konečném důsledku sebezničující proces střídání prosperity a krize. Tohoto pohledu jsem pak využil jako ředitel zajišťovacího investičního fondu (tyto fondy jsou známy též jako „hegdeové“). Teorii reflexivity jsem vyložil ve své první knize *Alchymie financí*, která vyšla roku 1987. Knize se dostalo téměř kultovní podpory mezi čtenáři, akademické kruhy však nebraly teorii reflexivity vážně. Sám jsem měl velké pochybnosti, zda říkám něco nového a významného.

Konec konců, zabýval jsem se jedním z nejzákladnějších a nejdůležitějších studovaných filozofických problémů, a vše, co mohlo být o daném tématu řečeno, již patrně řečeno bylo. Moje rámcová koncepce nicméně zůstala něčím velmi důležitým pro mě osobně. Vedla mě jak při vydělávání peněz coby manažera zajišťovacího investičního fondu i při jejich utrácení coby filantropa, a stala se nedílnou součástí mé identity.

Když vypukla finanční krize, upustil jsem od aktivního řízení mého fondu, přičemž jsem již předtím změnil jeho charakter z agresivního zajišťovacího investičního fondu na méně agresivní nadační fond. Finanční krize mě nicméně přiměla znovu zaměřit pozornost na finanční trhy a více se angažovat v přijímání investičních rozhodnutí. Koncem roku 2007 jsem se rozhodl napsat knihu, která by analyzovala a vysvětlovala současnou situaci. Byl jsem motivován třemi ohledy. Za první – pro lepší pochopení toho, co se děje, bylo naléhavě třeba nového paradigmatu. Za druhé – práce na seriózním studiu by mi pomohla při mých investičních rozhodnutích. A za třetí – sonda do finančních trhů, provedená ve vhodnou dobu, by zajistila, že se teorii reflexivity dostane seriózní pozornosti. Upoutat pozornost abstraktní teorií je obtížné, nicméně lidé se o finanční trhy intenzivně zajímají, zejména pokud kolem nich panuje zmatek. Finančních trhů jsem využil jako laboratoře pro testování mé teorie reflexivity v knize *Alchymie financí*; současná situace dává skvělou příležitost ukázat její závažnost a důležitost.

Z výše uvedených tří aspektů měl pro mé rozhodnutí největší váhu právě ten třetí.

Fakt, že jsem měl pro psaní více než jedno jediné téma, činí knihu složitější, než jak by tomu bylo v případě, kdyby se zaměřila výhradně na rostoucí finanční krizi. Rád bych stručně vysvětlil, jak se této krizi týká teorie reflexivity. Na rozdíl od klasické ekonomické teorie, která předpokládá dokonalé vědění, podle teorie reflexivity nemohou ani účastníci trhu ani finanční a fiskální autority zakládat svá rozhodnutí výhradně na znalostech. Jejich nesprávné úsudky a mylné představy mají vliv na tržní ceny a – co je ještě důležitější – tržní ceny negativně působí na tzv. základy tržního mechanismu, o kterých se předpokládá, že se v nich odrazí. Tržní ceny se neodchylují od teoretické rovnováhy nahodile, jak udává současné paradigma. Názory účastníků finančních trhů a těch, kdo je řídí, nikdy neodpovídají skutečnému stavu věcí; je třeba říci, že trhy nikdy nedosáhnou rovnováhy, jakou předpokládá ekonomická teorie. Existuje obousměrný, reflexivní vztah mezi vnímáním a realitou, který dává vzniknout zpočátku sebe-posilujícímu a v konečném důsledku sebe-zničujícímu procesu střídání prosperity a úpadku, neboli tzv. bublin. Každá bublina sestává z určitého trendu a určité mylné představy, které na sebe obousměrně působí. Existovala bublina amerického trhu s byty, ovšem současná krize neznamená jen její splasknutí. Je větší než pravidelně se opakující finanční krize, které jsme za našeho života zažili. Všechny tyto krize jsou součástí toho, co nazývám super-bublínou, tj. dlouhodobého reflexivního procesu, který se vyvinul v posledních zhruba dvaceti letech. Super-bublina sestává z určitého převládajícího trendu, úvěrové expanze a převládající mylné představy tržního fundamentalismu (v 19. století známého též jako *laissez faire*), že trhu by měl být dán volný průchod. Předchozí krize sloužily jako úspěšné testy, které posilovaly převládající trend a převládající mylnou představu. Současná krize tvoří kritický bod, ve kterém se jak převládající trend, tak převládající mylná představa staly neudržitelnými.

To vyžaduje mnohem důkladnější vysvětlení. Po přípravě půdy pro dané téma jsem věnoval první část knihy teorii reflexivity, která platí i mimo rámec finančních trhů. Ti, kdo se zajímají výhradně o současnou krizi, ji budou možná pokládat za nadbytečnou, nicméně těm, kdo se ji pokusí pochopit, bude – jak dou-

fám – ku prospěchu. Tato teorie tvoří mou hlavní sféru zájmu, mou celoživotní práci. Čtenáři mých předešlých knih si jistě všimnou, že jsem jejich určité pasáže zopakoval – je tomu tak proto, že některé body zůstávají stejné. Druhá část knihy popisuje rámcovou koncepci a mé praktické zkušenosti manažera zajišťovacího investičního fondu s cílem objasnit současnou situaci.

## UVEDENÍ DO SITUACE

Dobu, kdy vypukla současná finanční krize, lze oficiálně stanovit na srpen roku 2007. Tehdy musely zasáhnout centrální banky a zajistit likviditu bankovního systému. BBC oznámila:<sup>1</sup>

- 6. srpna vyhlásil bankrot jeden z největších amerických nezávislých poskytovatelů půjček na koupi rodinných domů American Home Mortgage poté, co propustil většinu svých zaměstnanců. Uvedená společnost uvedla, že se stala obětí krize na americkém trhu s byty, která dopadla na mnoho vypůjčovatelů i věřitelů rizikových hypoték.
- 9. srpna zamrzly trhy krátkodobých úvěrů poté, co velká francouzská banka BNP Paribas zastavila činnost tří svých investičních fondů, jejichž hodnota byla 2 miliardy eur, v souvislosti s problémy amerického sektoru rizikových hypoték. BNP uvedla, že nemůže ocenit aktiva ve fondech, protože uvedený trh zanikl. Evropská centrální banka napumpovala do bankovního systému eurozóny 95 miliard eur, aby zmírnila kritický stav rizikových úvěrů. Podobné kroky učinily i americký Federální rezervní systém a Japonská centrální banka.
- 10. srpna poskytla Evropská centrální banka svým peněžním ústavům dalších 61 miliard eur. Federální rezervní systém Spojených států vyhlásil, že poskytne tolik jednodenních úvěrů, kolik bude třeba k zažehnutí úvěrové krize.
- 13. srpna napumpovala Evropská centrální banka do finančních trhů 47,7 miliardy eur jako již třetí hotovostní injekci v průběhu stejného počtu pracovních dní. Svě předchozí finanční

---

1/ BBC News: „Timeline: Sub-Prime Losses: How Did the Subprime Crises Unfold? <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>.



injekce rovněž navýšily Centrální banky ve Spojených státech a Japonsku. Společnost Goldman Sachs uvedla, že do zajišťovacího investičního fondu, zasaženého úvěrovou krizí, napumpuje 3 miliardy dolarů, aby udržela jeho hodnotu.

- 16. srpna odčerpala společnost Countrywide Financial, největší americký poskytovatel hypoték, ze svého celkového úvěrového limitu 11,5 miliardy dolarů. Problémy likvidity připustil i australský hypoteční věřitel, společnost Rams.
- 17. srpna snížil americký Federální rezervní systém diskontní sazbu (úrokovou míru, za kterou půjčuje bankám) o půl procentního bodu, aby pomohl bankám vyřešit úvěrové problémy. (To ovšem nepomohlo. Následkem toho musely centrální banky vyspělých zemí svým peněžním ústavům poskytovat více finančních prostředků a na delší dobu než kdykoli předtím. Zároveň začaly jako záruku přijímat mnohem širší spektrum cenných papírů.)
- 13. září vyšlo najevo, že Northern Rock (největší britský hypoteční bankéř) se ocitl na pokraji platební neschopnosti (což vyvolalo již téměř přežilou reakci – útok vkladatelů na banku – v Británii poprvé za sto let.)

Krise přicházela pomalu, nicméně předjímat ji bylo možno již před několika lety. Svůj původ má ve splasknutí internetové bubliny na sklonku roku 2000. Federální rezervní systém na to reagoval tím, že během několika měsíců snížil sazby federálních fondů z 5,5 procenta na 3,5 procenta. Následoval teroristický útok 11. září 2001. Aby neutralizoval rozpad ekonomiky, Federální rezervní systém dál snižoval sazby – až na 1 procento v červenci 2003, což byla nejmenší hodnota za půl století. Vydržela celý následující rok. Během následujících jednatřiceti měsíců dosahovala základní krátkodobá úroková sazba, upravená v důsledku inflace, záporných hodnot.

Levné peníze daly vzniknout bublině trhu s byty a vyvolaly explozi spekulativních výkupů (výkupu všech akcií společnosti za vypůjčené peníze) a další výstřelky. Když jsou peníze zdarma, nepřestane racionálně uvažující půjčovateli půjčovat, dokud bude komu. Poskytovatelé hypotečních úvěrů zmírnili své normy a vymysleli nové způsoby, jak stimulovat obchod a vytvářet provize. Investiční banky na Wall Street vyvinuly celou řadu nových technik, jak pře-

nést úvěrové riziko na jiné investory, například penzijní a společné investiční fondy, které byly hladové po výnosech. Vytvořily rovněž strukturované investiční nástroje, aby z jejich rozvah nebylo zřejmé, v jaké jsou finanční situaci.

Od roku 2000 do poloviny roku 2005 stoupla tržní hodnota stávajících domů a bytů o více než 50 procent a dál se horečně stavělo. Společnost Merrill Lynch odhadla, že zhruba polovina nárůstu hrubého domácího produktu v první polovině roku 2005 se váže k bytové výstavbě, a to buď přímo ke stavbě domů a s ní spojeným nákupům, např. nového nábytku, nebo nepřímo k utrácení hotovosti, vytvořené refinancováním hypotékami. Bývalý předseda Rady ekonomických poradců Martin Feldstein odhadl, že od roku 1997 do roku 2006 vydělali spotřebitelé na nemovitostech víc než 9 biliónů dolarů v hotovosti. Studie z roku 2005, vedená Alanem Greenspanem, odhadla, že v prvních deseti letech po roce 2000 kryly zisky z rozdílu mezi tržní cenou domů a hodnotou hypotéky 3 procenta veškeré soukromé spotřeby. V první čtvrtině roku 2006 se prostředky, které Američané získali refinancováním hypoték, podílely na disponibilních osobních důchodech téměř 10 procenty.<sup>2</sup>

Dvouciferný nárůst cen domů dal vzniknout spekulacím. Pokud se očekává, že hodnota majetku vzroste víc než náklady na půjčku, má smysl, aby dotyčný vlastnil více nemovitostí, než kolik využije k bydlení. V roce 2005 nesloužilo plných 40 procent všech koupených rodinných domů jako trvalé bydliště, nýbrž jako investice nebo druhý domov.<sup>3</sup> Jelikož růst reálných důchodů nebyl v prvním desetiletí po roce 2000 valný, vynaložili věřitelé veškerý důvtip na to, aby rodinné domy učinili zdánlivě cenově dostupnými. Nejpopulárnějšími nástroji se staly hypotéky s kratší fixací sazeb. Jejich

---

*2/Economist, 10. září 2005. Martin Feldstein, „Housing, Credit Markets and Business Cycle“, výchozí studie National Bureau of Economic Research, č. 13 471, říjen 2007; Alan Greenspan, James Kennedy, „Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments and Debts on One-to-Four Family Residences“, výchozí studie Federálního rezervního systému č. 2005-41 (data byla aktualizována během roku 2007 Dr. Kennedym a poskytnuta autorovi). 3/ Joseph R. Mason, Joshua Rosner, „How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?“, materiál, předložený na Hudson Institute, Washington D.C. 15. února 2007, s. 11.*

„neodolatelnost“ spočívala v podhodnocených zaváděcích sazbách na první dvouleté období. Předpokládalo se, že když se po dvou letech sazby zvýší, hypotéka bude re-financována, přičemž bude využito vyšších cen a vytvořena nová soustava provizí pro věřitele. Úvěrové normy se zhroutily a hypotéky (známé jako rizikové) byly najednou dostupné i lidem – nezřídka zámožným – s nízkou úvěrovou spolehlivostí. Běžnými se staly tzv. „Ihářské půjčky“, poskytované na základě omezené dokumentace nebo dokonce zcela bez ní. V krajních případech byly poskytovány tzv. „ninja půjčky“ („žádné zaměstnání, žádný příjem, žádný majetek“), nezřídka s tichým souhlasem hypotečních makléřů a věřitelů.

Banky prodávaly nejrizikovější hypotéky formou jejich převodu na cenné papíry, tzv. zajištěné obligace. Zajištěné obligace směřovaly hotovostní toky z tisíců hypoték do různě ohodnocených nebo strukturovaných obligací s riziky a výnosy, přizpůsobenými vůli investorů. Marže s nejvyšším ratingem, tvořící až 80 procent dluhopisů, obsahovaly ustanovení o předčasném krytí veškerých finančních toků, takže mohly být prodávány v nejvyšší (AAA) ratingové skupině. Tranše s nižším ratingem představovaly mnohem větší riziko – ale zároveň přinášely vyšší výnosy. Ve skutečnosti však bankéři a ratingové agentury hrubě podcenili rizika, spojená s absurditami typu ninja půjček.

Sekuritizace (tendence velkých společností nahrazovat půjčky vydáváním vlastních cenných papírů) měla snížit rizika pomocí vytváření různě rizikových tranší a geografického rozdělení. Později se ukázalo, že oba způsoby riziko ještě zvýšily, protože převáděly hypoteční vlastnická práva z bankéřů, kteří znali své klienty, na investory, kteří je neznali. Místo aby banky nebo spořitelny schválily příslušné půjčky a zanesly je do svých účetních knih, poskytovaly je makléřům. Půjčky byly „uskladněny“ u slabě kapitalizovaných „hypotečních bankéřů“ a následně prodány en bloc investičním bankám. Ty vytvářely zajištěné dluhopisy, ohodnocené ratingovými agenturami a poté rozprodané institucionálním bankám, které je převedly na zajištěné dluhopisy. Veškerý zisk od zřízení hypotéky po její konečný prodej byl založen na provizích – čím vyšší objem hypoték, tím vyšší odměny pro zprostředkovatele. Vyhlídky na odměny bez rizika podnítila nekalé obchodní praktiky. Sféra rizikových úvěrů, která pracovala s nezkušenými a neinfor-

movanými zákazníky, byla plná podvodů. Tajemství odhalily až „neodolatelně“ nízké sazby.

Počínaje rokem 2005 se sekuritizace stala mánií. Vytvářet „syntetické“ cenné papíry, které imitovaly rizika skutečných akcií, ale nezahrnovaly náklady, spojené s nákupem a sestavením skutečných půjček, bylo snadné a rychlé. Rizikové cenné papíry tak mohly být dobře rozmnoženy nad rámec reálné nabídky na trhu. Podnikaví investiční bankéři zajištěné dluhopisy rozdělili a přeměnili na „zajištěné dluhopisy zajištěných dluhopisů“ resp. jejich „druhé nebo dokonce třetí mocniny“. Hůře hodnocené zajištěné dluhopisy tak mohly získat nejvyšší rating. V jejich rámci bylo vytvořeno více pasiv než aktiv. Syntetické produkty nakonec činily více než polovinu obchodního obrátu.

Mánie nahrazovat půjčky vydáváním cenných papírů se neomezovala jen na hypotéky a rozšířila se i na jiné formy úvěrů. Daleko největší syntetický trh tvořily tzv. kreditní swapy. Tento tajemný syntetický finanční nástroj vznikl v Evropě na počátku 90. let. První swapy představovaly rutinní dohody mezi dvěma bankami. Banka A, prodejce swapu (nákupčí ochrany), se zavázala platit po určité období bance B coby nákupčímu swapu (prodejci ochrany) roční poplatek, přičemž dohoda se týkala konkrétního portfolia. Banka B se pak zavázala uhradit ztráty, které by po dobu působení kreditního swapu vznikly v důsledku nesplácení závazků, spojených s portfoliem banky A. Před objevem kreditního swapu byla banka, zamýšlející rozdělit své cenné papíry, nucena koupit nebo prodat určité díly půjček. Tato operace ovšem vyžadovala souhlas dlužníka; proto se postupně velmi oblíbenou stala právě forma dělení pomocí kreditních swapů. Podmínky byly ustáleny a nominální hodnota kontraktů vzrostla v roce 2000 na téměř tři biliony dolarů.

Zajišťovací investiční fondy (hedge funds) vstoupily na trh ve velkém na počátku 21. století. Specializované zajišťovací investiční fondy účinně fungovaly jako pojišťovací společnosti bez licence, získávající odměny ze zajištěných dluhopisů a jiných cenných papírů, které jistily. Hodnota pojistky byla často sporná, protože smlouvy bylo možno postoupit komukoli, aniž o tom druhá smluvní strana byla informována. Tento trh rostl, až formálně zatlačil do pozadí všechny ostatní. Odhadovaná nominální hodnota neuhrazených kreditních swapů dnes činí 42,5 bilionu dolarů. Z výhledového hle-

diska se to rovná téměř celému rodinnému majetku ve Spojených státech. Kapitalizace amerického trhu cenných papírů má hodnotu 18,5 bilionů dolarů, zatímco trhu se státními dluhopisy jen 4,5 bilionů.

Sekuritizační mánie vedla k obrovskému nárůstu spekulací. Držet kmenové dluhopisy vyžaduje marži 10 procent; se syntetickými dluhopisy, vytvořenými pomocí kreditních swapů, lze obchodovat s marží 1,5 procenta. Díky využívání rizikových rozdílů na základě pákového efektu mohly zajišťovací investiční fondy vykazovat slušné zisky a zároveň snižovat rizikové prémie.

Situace spěla k nedobrému konci. Trh se zajištěnými dluhopisy se začal rozvíjet v 80. letech. V roce 1994 se položil trh s nejhůře hodnocenými tranšemi, známými jako „toxický odpad“, když jistý zajišťovací investiční fond v hodnotě 2 miliardy dolarů nedokázal vyhovět požadavkům marže. To vedlo k zániku společnosti Kidder Peabody a celkovým ztrátám kolem 55 miliard dolarů. Přijato však nebylo žádné regulační opatření. Někdejší guvernér Federálního rezervního systému Edward E. Gramlich v roce 2000 neveřejně upozornil jejího předsedu Alana Greenspana na podezřelé chování na trhu rizikových hypoték, nicméně toto varování bylo smeteno se stolu. Roku 2007 vystoupil Gramlich se svými obavami veřejně a ještě před vypuknutím krize vydal knihu o bublině trhu s rizikovými půjčkami. Charles Kindleberger, odborník na tuto problematiku, varoval již v roce 2002 před bublinou trhu s domy. Martin Feldstein, Paul Volcker (bývalý předseda Federálního rezervního systému) a Bill Rhodes (člen představenstva Citibank) – ti všichni se vyslovili pesimisticky a varovně. Nouriel Roubini předpověděl, že bublina trhu s domy povede v roce 2006 k recesi. Ovšem nikdo – včetně mě samotného – neměl tušení, do jakých rozměrů tato bublina vyroste a jak dlouho potrvá. Jak nedávno uvedl *Wall Street Journal*, existovalo mnoho zajišťovacích investičních fondů, které zaujaly k trhu s byty pesimistický postoj, nicméně „utrpěly tak bolestné ztráty, že čekaly krach, a nakonec se většina z nich vzdala svých pozic.“<sup>4</sup>

Potíží začalo přibývat na počátku roku 2007. 22. února propustila HSBC šéfa americké pobočky pro poskytování hypoték a přiznala ztráty ve výši 10,8 miliardy dolarů. 9. března varovala

---

4/ *Wall Street Journal*, 27. únor 2008 a 15. leden 2008; *New York Times*, 26. říjen 2007.

největší americká stavební firma DR Horton před ztrátami v sektoru drobných hypoték. 12. března pak společnost New Century Financial, jeden z jejich největších věřitelů rizikových půjček, přestala obchodovat s akciemi z obav, že spěje k bankrotu. 13. března bylo oznámeno, že hodnota opožděných splátek z hypoték a počet zadlužených nemovitostí dále vzrostly.

16. března nabídla společnost Accredited Home Lenders Holding ke koupi část rizikových půjček v hodnotě 2,7 miliard dolarů s cílem zajistit hotovost pro obchodní operace. 2. dubna požádala New Century Financial o ochranu konkurzního soudu podle hlavy 11 Konkurzního řádu Spojených států poté, co byla nucena zpětně odkoupit špatné půjčky v ceně několika miliard dolarů.<sup>5</sup>

15. června roku 2007 oznámila investiční banka Bear Stearns, že dva velké zajišťovací investiční fondy mají potíže s tím, aby dostaly požadavku dodatkové úhrady svých transakcí. Jakkoli se zdráhala, poskytla jednomu z fondů úvěr 3,2 miliardy, aby mu pomohla z nesnází, druhý ovšem nechala zkolabovat. Investoři tak ztratili kapitál ve výši zhruba 1,5 miliardy dolarů.

Červnový nezdar dvou zajišťovacích investičních fondů Bear Stearns silně zalomcoval trhy, nicméně předseda Federálního rezervního systému Ben Bernanke s dalšími členy představenstva ujišťovali veřejnost, že problém rizikových hypoték je spíše ojedinelý. Ceny se stabilizovaly, nicméně špatné zprávy se dál valily proudem. Ještě 20. července odhadoval Bernanke ztráty tohoto sektoru na pouhých 100 miliard dolarů. Když společnosti Merrill Lynch a Citigroup snížily hodnotu zajištěných dluhopisů, situace na trzích se začala postupně zlepšovat. Burzovní index S+P 500 dosáhl v polovině července nového maxima.

Zděšení na finančních trzích nastalo prakticky až počátkem srpna. Když Bear Stearns požádala o ochranu konkurzního soudu pro dva zajišťovací investiční fondy, které utrpěly ztráty díky rizikovým půjčkám, a klientům třetího fondu zabránila vybrat hotovost, vyvolalo to šok. Jak už bylo řečeno, Bear Stearns se je pokusila zachránit tím, že na dodatečné financování poskytla 3,2 miliardy dolarů.

---

5/ „Bleak Housing Outlook for US Firm“, BBC News, 8. březen 2007, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6429815.stm>.

Jakmile krize vypukla naplno, finanční trhy se začaly rozpadat pozoruhodně rychle. Všechno, co mohlo selhat, selhalo. Za poměrně krátkou dobu vyšlo najevo překvapivě velké množství nedostatků. Na počátku byly špatné rizikové hypotéky, krize však záhy dolehla i na zajištěné dluhové obligace a zvláště pak syntetické dluhopisy, vytvořené z nejlépe hodnocených rizikových hypoték. Se zajištěnými dluhopisy nebylo možné obchodovat přímo, nicméně existovaly obchodovatelné indexy, reprezentující jednotlivé skupiny obligací. Investoři, kteří se chtěli krýt, a aktéři krátkých prodejů, kteří cítili možnost zisků, tyto indexy rychle prodávali, takže jejich hodnota prudce klesala. A spornou se stala i hodnota zajištěných dluhopisů. Investiční banky držely značnou část zajištěných dluhopisů mimo účetní rozvahu jako tzv. strukturované investiční nástroje. Ty sloužily k financování pozic bank prostřednictvím emisí obchodovatelných cenných papírů, podložených aktivy. Jakmile se začala hodnota zajištěných dluhopisů zpochybňovat, trh s obchodovatelnými papíry se zastavil a investiční banky byly nuceny zachraňovat své strukturované investiční nástroje. Většina investičních bank je zahrnuta do svých bilancí a byla nucena přiznat, že utrpěla velké ztráty. Investiční banky přitom musely dostát mnoha závazkům, týkajícím se splácení akcií, skoupených na dluh. Za normálních okolností by tyto půjčky převedly na zajištěné dluhopisy a prodaly je, ovšem trh s dluhovými obligacemi – podobně jako trh se zajištěnými dluhopisy – začal stagnovat a bankám zbylo břemeno 250 miliard dolarů. Některé banky nechaly své strukturované investiční nástroje zkrachovat, jiné odmítly splácet akcie, koupené na dluh. To vše spolu s rozsahem ztrát, které banky utrpěly, ochromilo trh cenných papírů a vyvolalo chaos v pohybu cen. Tzv. tržně neutrální zajišťovací investiční fondy, které využívaly drobných odchylek v tržních cenách pomocí pákového efektu, přestaly být neutrální a utrpěly neobyčejné ztráty. Některé vysoce zadlužené fondy zanikly, čímž poškodily pověst svých ručitelů a dokonce rozpoutaly vlnu soudních pří.

To vše vyvolalo obrovský tlak na bankovní systém. V době, kdy byl jejich kapitál oslaben neočekávanými ztrátami, musely banky do svých bilancí zahrnout dodatečné položky. Nedokázaly odhadnout, do jaké míry jsou vystaveny rizikům, ani posoudit situaci svých partnerů. V důsledku toho nebyly ochotny si vzájemně

půjčovat, snažily se navýšit vlastní likviditu. Zpočátku se centrálním bankám nedařilo likviditu peněžních ústavů zvýšit, protože obchodní banky se vyhýbaly všemu, co by je zatěžovalo, a navíc odmítaly spolupracovat. Nakonec však byly tyto překážky překonány. Jestli něco centrální banka opravdu dokáže, pak zajistit likviditu. Pouze Bank of England utrpěla velký debakl, když se pokusila zachránit předluženého hypotečního věřitele, banku Northern Rock. Její záchranné úsilí vedlo k útoku vkladatelů na banku. Nakonec byla Northern Rock znárodněna a její závazky připsány ke státnímu dluhu. Tím Spojené království překročilo limity, stanovené Maastrichtskou smlouvou.

Ačkoli likvidita byla zajištěna, krize nijak nepolevila. Úvěrová rozpětí dále rostla. Téměř všechny velké banky – Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse – oznámily, že ve čtvrtém čtvrtletí výrazně sníží hodnotu aktiv, a většina z nich signalizovala, že k odpisům bude docházet i v roce 2008. Jak AIG tak Credit Suisse oznámily snížení hodnoty, již dříve a opakovaně ho revidovaly. Vyvolaly tak oprávněný a neklamný dojem, že ztratily kontrolu nad svými rozvahovými účty. Obchodní fiasko 7,2 miliardy dolarů, které 25. ledna 2008 oznámila Sociétés Général, odpovídalo situaci, ve které vrcholil prodej na trhu cenných papírů a úroková sazba ve federálních fondech klesla o 75 setin procenta. O osm dní později byla svolána pravidelná schůzka vedení Federálního rezervního systému, kde byla tato sazba znovu snížena o půl procenta. To bylo něco nebyvalého.

Potíže nezasáhly jen obytné nemovitosti, ale i dluhy na kreditních kartách, nákupu aut na splátky a komerčních nemovitostí. Těžkosti pojišťovacích společností, které se tradičně specializovaly na komunální obligace, nicméně začaly pojišťovat strukturované a syntetické produkty, způsobily, že trh s komunálními dluhopisy se rozpadl. Ještě větší problémy však měly nastat na trhu s kreditními swapy.

Během několika posledních desetiletí přestály Spojené státy několik větších finančních krizí, například mezinárodní úvěrovou krizi v osmdesátých letech a krizi spořitelien a úvěrových sdružení na počátku let devadesátých. Současná krize má však zcela odlišný charakter. Rozšířila se z jedné oblasti trhu do dalších sfér – zejména těch, ve kterých působí nově vytvořené strukturované



a syntetické nástroje. Objevily se pochybnosti o rizikovém krytí a základním kapitálu nejvýznamnějších finančních institucí, a problém, spojený s těmito nejistotami, zřejmě zůstane delší dobu nevyřešen. Tento stav ohrožuje normální fungování finančního systému a může mít dalekosáhlé důsledky pro reálnou ekonomiku.

Jak finančním trhům, tak institucím trvalo velmi dlouho, než si uvědomily, že reálná ekonomika je ve vážném ohrožení. Proč tomu tak bylo, není snadné pochopit. Rozmach úvěrů působil na reálnou politiku pozitivně. Proč by tedy na ni neměl pokles úvěrového trhu působit negativně? Nelze se ubránit závěru, že jak finanční autority, tak účastníci trhu sdílejí mylné představy o způsobu, jakým fungují finanční trhy. Tyto představy se nejen odrazily v nepochopení toho, co se právě děje, ale přerostly ve výstřelky, které tvoří kořeny současných zmatků, ovládajících trh.

Pokusím se dokázat, že globální finanční systém byl vybudován na mylných představách. Již to samo o sobě by bylo šokující tvrzení. Existuje však další, které je šokující ještě víc: mylné představy ovlivňují nejen finanční trhy, ale prakticky vše, co člověk činí.

✓ části I. nastíním rámcovou koncepci, umožňující pochopit, jak fungují finanční trhy. ✓ části II. pak budu tuto rámcovou koncepci aplikovat na současnou situaci.

ČÁST  
PRVNÍ

NOVÉ PARADIGMA PRO FINANČNÍ TRHY  
PERSPEKTIVA

# KAPITOLA

# 1

## HLAVNÍ MÝŠLENKA

VYCHÁZÍM Z TOHO, ŽE NAŠE CHÁPÁNÍ SVĚTA, VE KTERÉM ŽIJEME a kterému chceme porozumět, je v podstatě nedokonalé, protože jsme jeho součástí. Mohou existovat další faktory, které vadí naší schopnosti nabývat znalostí o světě přírody, nicméně fakt, že jsme součástí tohoto světa, představuje velkou překážku pro chápání lidských záležitostí.

Lidé s nedokonalým chápáním se s realitou vzájemně ovlivňují dvěma způsoby. Na jedné straně se snaží světu, ve kterém žijí, porozumět. To nazývám kognitivní funkcí. Na druhé straně se snaží do tohoto světa zasahovat a měnit ho ve svůj prospěch. To jsem dříve nazýval participační funkcí, ovšem vzhledem k určitým záměrům teď pokládám za vhodnější nazývat tuto funkci manipulační.<sup>6</sup> Pokud by byly tyto dvě funkce od sebe oddělené, mohly by dokonale sloužit svému účelu. Chápání „účastníků“ společenských událostí by bylo možno hodnotit jako vědění a jejich jednání by mohlo mít žádoucí výsledky. Proto je lákavé stanovit jako postulát, že uvedené funkce ve skutečnosti působí izolovaně. Takový předpoklad byl skutečně vysloven – zejména v ekonomické teorii. Není ovšem prokázán – až na velmi výjimečné okolnosti, kdy zúčastnění vyvíjejí zvláštní úsilí udržet obě funkce vzájemně oddělené. To by mohl být případ sociologů, kteří cílevědomě usilují o vědění; neplatí to ovšem o těch, kdo se na událostech, které sociologové studují,

---

*6/Vědci, zabývající se problematikou poznání, ji nazývají exekutivní funkcí. Aristoteles ji nazýval praktickým rozumem, aby ji odlišil od teoretického rozumu, který odpovídá kognitivní funkci.*

sami podílejí. Z důvodů, které budu zkoumat později, mají vědci v oblasti společenských věd sklon tento fakt ignorovat.

Pokud obě funkce působí ve stejnou dobu, mohou se vzájemně střetávat. Aby kognitivní funkce mohla produkovat vědění, musí brát společenské jevy jako nezávisle dané; jen tak lze tyto jevy hodnotit jako fakta, kterým budou odpovídat výpovědi „pozorovatelů“. Podobně platí, že rozhodnutí musí být založena na vědění, aby přinesla žádoucí výsledky. Pokud však obě funkce působí současně, jevy nesestávají pouze z faktů, ale i záměrů a očekávání ve vztahu k budoucnosti. Zatímco minulost lze určit jednoznačně, budoucnost je závislá na rozhodnutích zúčastněných. V důsledku toho nemožou účastníci společenských událostí zakládat svá rozhodnutí na vědění, protože se musí zabývat nejen současnými a minulými fakty, ale i možnostmi, týkajícími se budoucnosti. Role, kterou ve společenských situacích hrají záměry a očekávání, zakládá obousměrný vztah mezi myšlením zúčastněných a situací, na které se podílejí. Tento vztah má vliv na obě strany: do běhu událostí vnáší prvek nahodilosti a nejistoty a brání v tom hodnotit názory účastníků jako vědění.

Má-li být funkce určena jednoznačně, vyžaduje nezávislou proměnnou, určující hodnotu závislé proměnné. U kognitivní funkce se předpokládá, že aktuální stav věcí je nezávislou proměnnou a názory zúčastněných závislou proměnnou; v manipulativní funkci je tomu naopak. V reflexivních situacích každá funkce zbavuje jinou nezávislé proměnné, která by měla vyprodukovat konečné výsledky. Obousměrné působení jsem nazval reflexivitou. Reflexivní situace jsou charakterizovány *absencí shody* mezi názory zúčastněných a aktuálním stavem věcí. Vezměme si například trh cenných papírů. Lidé kupují a prodávají akcie s tím, že předjímají jejich budoucí ceny, ovšem tyto ceny závisí na očekávání investorů. Očekávání nemožou být kvalifikována jako vědění. Při absenci vědění musí zúčastnění vnést do svých rozhodnutí úsudek nebo předpojatost. Díky tomu se výsledky často od očekávání liší.

Ekonomická teorie reflexivitu ze svého obsahu prakticky vyloučila. Klasičtí ekonomové zprvu jednoduše předpokládali, že účastníci trhu zakládají svá rozhodnutí na dokonalém vědění. Právě to je jedním z postulátů, na kterých byla založena teorie dokonalé konkurence. Na základě těchto postulátů tvořili ekonomové diagra-

my nabídky a poptávky a tvrdili o nich, že řídí rozhodnutí zúčastněných. Když byl daný diagram napaden, uchýlili se k metodologickému triku. Lionel Robbins, který byl mým profesorem na London School of Economics, tvrdil, že ekonomie se zabývá jen vztahem mezi poptávkou a nabídkou; to, co vstupuje do jejich tvorby, stojí mimo její rámec<sup>7</sup>. Tím, že poptávku a nabídku pojal jako nezávisle dané, vyloučil možnost, že by mezi nimi mohl být reflexivní vzájemný vztah. Tento přístup později přešel do extrému v teorii racionálních očekávání, která dokonce dospěla k závěru, že budoucí tržní ceny mohou být určeny nezávisle a nejsou odkázány na předpojatost a mylné představy, převládající mezi účastníky trhu.

Tvrdím, že teorie racionálních očekávání zcela mylně vykládá způsob, jak finanční trhy fungují. Ačkoli akademické kruhy již tuto teorii neberou vážně, představa, že finanční trhy korigují samy sebe a mají sklon k rovnováze, zůstává převládajícím paradigmatem, na kterém jsou založeny různé syntetické nástroje a modely hodnocení, hrající právě na finančních trzích dominantní roli. Tvrdím, že toto převládající paradigma je falešné a naléhavě potřebuje nahradit novým.

Zůstává faktem, že zúčastnění nemožou zakládat svá rozhodnutí na vědění. Obousměrný, reflexivní vztah mezi kognitivní a manipulativní funkcí vnáší do obou z nich aspekt nejistoty a neurčitosti. Týká se to jak účastníků trhu, tak finančních autorit, které jsou odpovědné za makroekonomickou politiku a u kterých se předpokládá, že budou dohlížet nad trhy a regulovat je. Členové obou skupin jednají na základě nedokonalého chápání situace, na které se podílejí. Aspekt nejistoty, obsažený v obousměrném, reflexivním vztahu mezi kognitivní a manipulativní funkcí, nelze odstranit; naše chápání a schopnost vyrovnat se s danou situací se však výrazně zlepší, pokud tento fakt uznáme.

To mne vede k ústřední myšlence mé rámcové koncepce: tvrdím, že společenské události se svou strukturou liší od přírodních jevů. V přírodních jevech existuje řetězec příčin, který přímo spojuje jeden komplex faktů s druhým. V případě lidských záležitostí je běh událostí složitější. Nejsou v nich zahrnuta jen fakta,

---

7/ *Lionel Robbins, An Essay on the Nature and Significance of Economic Science (Londýn: Macmillan, 1932).*

ale i názory zúčastněných, a do kauzálního řetězce vstupuje jejich vzájemné působení. Mezi fakty a názory, které převládají v daném časovém okamžiku, existuje obousměrný vztah: na jedné straně se účastníci snaží příslušnou situaci pochopit (což zahrnuje jak fakta, tak názory), na druhé se jí snaží ovlivnit (i tento proces zahrnuje fakta i názory). Vzájemné působení mezi kognitivní a manipulační funkcí proniká do řetězce příčin, takže ten nevede přímo od jednoho komplexu faktů k druhému, nýbrž odráží a negativně ovlivňuje názory účastníků. Jelikož tyto názory neodpovídají faktům, vnášejí do běhu událostí prvek nejistoty, který u přírodních jevů chybí. Tento prvek negativně působí jak na fakta, tak názory účastníků. Přírodní jevy nejsou nutně určovány všeobecně platnými vědeckými zákony. Například Heisenbergův princip neurčitosti neurčuje chování kvantových částic nebo vln – jen tvrdí, že jejich chování nelze určit. Podobný princip funguje svým způsobem i ve společenských událostech.

Prvek nejistoty vysvětlím na základě korespondenční teorie pravdy a pojmu reflexivity. Reflexivity se užívá v logice k odkazu na vztah, který má objekt k sobě samému. Osobně ho používám v poněkud jiném smyslu – k popisu obousměrného vztahu mezi myšlením účastníků a situace, na které se podílejí.

Vědění zastupují pravdivé výpovědi. Výpověď je pravdivá, pokud – a jen pokud – odpovídá faktům. Právě tohle nám říká korespondenční teorie pravdy. Pro stanovení shody musí být fakta a výpovědi, které na ně odkazují, vzájemně nezávislé. Tento požadavek ovšem nelze splnit, pokud jsme součástí světa, kterému se snažíme porozumět. Proto zúčastnění nemohou zakládat svá rozhodnutí na vědění. To, co postrádají z vědění, mohou vyrovnat odhadem, založeným na zkušenosti, instinktu, emoci, rituálu nebo jiných mylných představách. Jsou to právě předpojaté názory a mylné představy zúčastněných, co do běhu událostí vnáší prvek nejistoty.

To vše dává jasný smysl. Problémem zůstává otázka, proč nebyl všeobecně uznán pojem reflexivity. V případě finančních trhů odpověď znám: reflexivita brání ekonomům vytvářet teorie, které by vysvětlovaly a předpovídaly chování finančních trhů stejným způsobem, jakým přírodovědci mohou vysvětlovat a předpovídat přírodní jevy. Aby mohli stanovit a chránit status ekonomie jako vědy, ekonomové prakticky vyloučili reflexivitu z jejího obsahu.

Pokusím se dokázat, že vzhledem k tomu, že společenské události mají jinou strukturu než přírodní jevy, bylo chybou modelovat ekonomiku na základě newtonovské fyziky.

U jiných oblastí reality si již nejsem tak jistý, protože nemám příliš pevné základy ve filozofii. Domnívám se, že filozofové se s problémem reflexivity pokusili vyrovnat několika způsoby. Například Aristoteles rozlišoval mezi teoretickým rozumem (tj. kognitivní funkcí) a rozumem praktickým (manipulativní funkcí). Ovšem jako filozofové byli natolik zaměřeni na kognitivní funkci, že manipulativní funkci nepřikládali dostatečnou váhu.

Filozofové uznávali a zkoumali nejistotu poznání, spojenou s výpověďmi, odkazujícími sami na sebe. Problém jako první nadhodil krétský filozof Epimenides, když prohlásil, že Kréťané vždycky lžou. Paradox lháře vedl Bertranda Russella k tomu, že od sebe oddělil výpovědi, které odkazují samy na sebe, a ty, které tuto vlastnost nemají. Analytičtí filozofové rovněž studovali problémy, spojené s mluvními akty, tj. výpověďmi, které mají dopad na situaci, na niž odkazují, ovšem svůj zájem soustředili hlavně na kognitivní aspekt daného problému. Fakt, že společenské události se svou strukturou liší od přírodních jevů, se nedočkal náležitého uznání. Karl Popper, který mi byl hlavním zdrojem inspirace, vyhlásil doktrínu o metodologické jednotě, tj. že na studium událostí v přírodě a společnosti by měly být aplikovány stejné metody a stejná kritéria. To samozřejmě není jediný názor, který byl vysloven, nicméně zůstává převládajícím názorem mezi sociology, kteří usilují o stejný status jako přírodovědci. Ne všichni sociologové však takto jednají. Antropologové a většina sociologů se dokonce nesnaží přírodovědce imitovat – mají však menší vliv než ti, kteří tak činí.

Teorie reflexivity se pokouší osvětlit vztah mezi myšlením a realitou. Týká se pouze relativně úzké části reality. V říši přírodních jevů k událostem dochází nezávisle na tom, co si kdokoli myslí; přírodověda proto dokáže vysvětlovat a předpovídat běh událostí s dostatečnou (přijatelnou) jistotou. Reflexivita se omezuje na společenské jevy – přesněji na situace, v nichž ti, kdo se na nich podílejí, nemohou zakládat svá rozhodnutí na věděni – a působí společenským vědám potíže, jakých je přírodověda ušetřena.

Reflexivitu lze vykládat jako „cirkularitu“, obousměrnou smyčku zpětné vazby, působící mezi názory účastníků a aktuálním

stavem věcí. Lidé zakládají svá rozhodnutí nikoli na aktuální situaci, které čelí, nýbrž na tom, jak ji vnímají nebo vykládají. Jejich rozhodnutí mají na danou situaci vliv (manipulativní funkce) a změny, ke kterým v této situaci dochází, snadno mění jejich vnímání (kognitivní funkce). Uvedené funkce působí souběžně, nikoli následně. Pokud by zpětná vazba byla následná, měla by jednoznačně určitý následek, vedoucí od faktů k vjemům a od nich k novým faktům a novým vjemům a tak dále. Platí, že k těmto dvěma procesům dochází současně, což činí jak vnímání zúčastněných, tak aktuální běh událostí neurčitým. Tento pohled na reflexivitu bude – jak uvidíme – užitečný zejména pro pochopení chování finančních trhů. Zda mluvíme o cirkularitě nebo mechanismu zpětné vazby je věcí výkladu; obousměrný vzájemný vztah však zůstává skutečností. Cirkularita není chybou ve výkladu – naopak, je popřením takové cirkularity, která je sama chybou. Teorie reflexivity hledá způsob, jak tuto chybu korigovat.

Potíže společenských věd jsou jen nepatrnými, druhotnými projevy dilematu, ve kterém se zúčastnění ocitají. Přírodně že mohou negativně působit na běh událostí – budoucnost je ovlivněna jejich rozhodnutími – ovšem svá rozhodnutí nemožou zakládat na vědě. Jsou nuceni formulovat pohled na svět, ovšem ten nemusí odpovídat aktuálnímu stavu věcí. Ať už to uznají nebo ne, jsou nuceni jednat na základě přesvědčení, která nemají kořeny v realitě. Mylné výklady reality a jiné mylné představy hrají při určování běhu událostí mnohem větší roli, než se obecně uznává. To je hlavní novum, které teorie reflexivity nabízí. Současná finanční krize poslouží jako přesvědčivý důkaz.

Dříve, než vyložím uvedenou teorii podrobněji, myslím, že bych k tomu mohl „připravit půdu“, když podrobně vylíčím, jak jsem na ní po léta pracoval. Jak čtenář zjistí, teorie vyrostla z mé vlastní zkušenosti. Již v mládí jsem si uvědomil jak ideologie, založené na mylných předpokladech, mění realitu. A stejně tak jsem si uvědomil, že existují období, kdy neplatí běžná pravidla, a kdy nenormální se stává normálním.



## KAPITOLA

# 2

### AUTOBIOGRAFIE NEÚSPĚŠNÉHO FILOZOFA

O FILOZOFII JSEM SE ZAJÍMAL VŽDYCKY. UŽ OD MLÁDÍ JSEM chtěl vědět, kdo jsem, jaký je svět, do kterého jsem se narodil, jaký smysl má můj život a dokonce – sotva jsem si ji uvědomil – i jaká je vyhlídka mé vlastní smrti. Klasické filozofy jsem začal číst ještě jako teenager, ale skutečně významné období v tomto směru nastalo až během nacistické okupace Maďarska v roce 1944 a po ní, když jsem v roce 1947 emigroval do Anglie.

Rok 1944 přinesl zkušenosti, které zformovaly můj život. Nechci tu podávat jeho podrobný popis, protože to již udělal můj otec – a lépe, než bych to dokázal já<sup>8</sup>. Představte si čtrnáctileté dítě, pocházející ze střední třídy, které má náhle před sebou vyhlídku, že bude deportováno a zabito jen proto, že je židovského původu. Otec byl naštěstí na tuto „nerovnovážnou“ situaci dobře připraven. Ruskou revoluci prožil na Sibiři. Zdejší pobyt znamenal zkušenost, která zformovala *jeho* život. Do té doby to byl ambiciózní mladý muž. Když vypukla I. světová válka, dobrovolně vstoupil do služby v rakousko-uherské armádě. Rusové ho zajali a odvezli jako válečného zajatce na Sibiř. Neztratil citlivost a stal se redaktorem novin, vydávaných vězni. Noviny nesly název *The Plank* (Fošna), protože rukou psané články byly vyvěšovány na dřevěné desce. Autoři se za ní schovali a poslouchali, jak je čtenáři komentují. Otec se stal tak populárním, že ho vězni zvolili svým zástupcem. Když ze sousedního tábora uprchlo několik vojáků, byl za to zastřelen zástupce jejich vězňů. Místo toho, aby čekal, až se něco podobného stane v jeho

---

8/ *Tivadar Soros, Masquerade: Dancing around Death in Nazi-Occupied Hungary (New York. Arcade Publishing, 2001).*

táboře, otec zorganizoval skupinu a vedl útek z vězení. Měl v plánu postavit vor a vyplout na oceán, ovšem neměl dost znalostí o geografii; nevěděl, že všechny řeky na Sibíři tečou do Severního ledového moře. Proud je unášel několik týdnů, než si uvědomili, že směřují k Arktidě, a trvalo několik měsíců, než se přes tajgu dostali zpátky k civilizaci. Mezitím vypukla ruská revoluce, do které se zapletli. Po bezpočtu dobrodružství se otci podařilo vrátit se do Maďarska; kdyby zůstal v táboře, dostal by se domů mnohem dřív.

Vrátil se jako jiný člověk. Zkušenosti, kterých nabyl během ruské revoluce, na něho měly hluboký vliv. Ztratil ctižádost a od života nechtěl víc, než se z něho těšit. Svým dětem vštěpoval hodnoty, které se výrazně lišily od těch, jaké platily v prostředí, kde žil. Netoužil po tom hromadit bohatství ani získat významné postavení ve společnosti. Naopak – pracoval jen tolik, kolik potřeboval. Pamatuji se, jak mě poslal za svým stálým zákazníkem, abych od něj vypůjčil peníze, za které jsme odjeli na prázdniny lyžovat; několik týdnů byl mrzutý, protože musel dluh splatit. Ačkoli se nám poměrně dařilo, nebyli jsme typicky buržoazní rodina – a byli jsme hrdí na to, že se od jiných lišíme.

Když Němci obsadili 19. března 1944 Maďarsko, otec věděl, že není normální doba a neplatí běžná pravidla. Zařídil falešné osobní doklady pro celou rodinu i spoustu jiných lidí. Zákazníci platili, ostatním poskytl pomoc zadarmo. Většina z nich přežila. Byly to jeho nejšťastnější chvíle.

Žít s falešnou identitou pro mě znamenalo pozitivní zkušenost. Byli jsme vystaveni smrtelnému nebezpečí a lidé kolem nás umírali. Podařilo se nám nejen přežít, ale dokonce se cítit jako vítězi, protože jsme mohli pomáhat druhým. Stáli při nás strážní andělé a my s úspěchem vzdorovali všudypřítomné nepřízni osudu. Byl jsem si vědom toho, co nám hrozí, ale nepřipouštěl jsem si, že by mě to mohlo zasáhnout. Bylo to velké dobrodružství – měl jsem pocit, že prožívám stejné osudy jako postavy z *Hledání ztracené archy*. Co víc si mohl šestnáctiletý kluk přát?

Po divokých dobrodružstvích nacistického pronásledování začal život během sovětské okupace ztrácet lesk. Zpočátku dobrodružství pokračovala a my dokázali v nebezpečných situacích úspěšně manévrovat. Švýcarský konzulát zaměstnal otce jako styčného důstojníka pro jednání s ruskými okupačními silami. Protože

Švýcaři tehdy hájili zájmy spojenců, byla to klíčová pozice. Když vítězné mocnosti založily vlastní zastupitelské úřady, otec odešel do důchodu, protože cítil, že kdyby pro spojení dál pracoval, byl by příliš na očích. Bylo to moudré rozhodnutí – vyhnul se pozdějšímu pronásledování. Pro mladého člověka, který přivykl dobrodružstvím, však situace byla jednotvárná a skličující. Zároveň jsem se domníval, že pro patnáctiletého mladíka není zdravé, pokud přemýšlí stejně jako jeho padesátiletý otec. Řekl jsem otci, že chci pryč. „Kam bys chtěl jít?“ zeptal se. „Do Moskvy, abych se dověděl pravdu o komunismu, nebo do Londýna kvůli BBC,“ odpověděl jsem. „Sovětský svaz dobře znám a mohl bych ti o něm vyprávět,“ řekl otec. Zbýval tedy Londýn. Nebylo snadné se tam dostat, nicméně v září roku 1947 jsem dorazil na místo určení.

Život v Londýně byl zklamáním. Neměl jsem žádné peníze a žádné přátele. Po dobrodružném životě jsem měl hlavu plnou vlastních starostí. Londýňany jsem ale nezajímal. Byl jsem outsider a poznal samotu. V jednu chvíli jsem byl skoro bez peněz. Dal jsem si svačinu v Lyons Corner House a když jsem zaplatil za jídlo, nezbylo mi nic. „Sáhl sis na dno,“ řekl jsem si, „a musíš se vzchopit. Bude to užitečná zkušenost.“ Od tehdy jsem se zařekl, že podruhé už si na dno nesáhnu.

Když jsem pracoval jako zřízenec plaveckého stadionu v Brentfordu, hodně jsem četl a přemýšlel – a také čekal, jestli budu přijat na London School of Economics. Jednou z knih, kterou jsem přečetl, byla Popperova *Otevřená společnost a její nepřítelé*. Zasáhla mě silou Zjevení. Popper tvrdil, že nacistická a komunistická ideologie mají jedno společné – obě si činí nárok na to vlastnit absolutní pravdu. Protože absolutní pravda je člověkem nedosažitelná, musely být obě ideologie založeny na předpoklatém a deformovaném výkladu reality; v důsledku toho mohou být v dané společnosti zavedeny jen pomocí represivních metod. Srovnával různé principy sociální organizace, založené na uznání faktu, že absolutní pravda je pro nás nedosažitelná, a že potřebujeme instituce, které lidem s různými názory a zájmy umožní žít spolu v míru. Protože jsem prožil německou i sovětskou okupaci, pevně jsem se upnul k myšlence otevřené společnosti.

A také jsem se hlouběji ponořil do Popperovy filozofie. Popper byl původně významným filozofem vědy. Tvrdil, že vědec-

ké teorie nelze ověřit; je třeba s nimi pracovat jako s hypotézami, podléhajícími falzifikaci; dokud nejsou vyvráceny, lze je přijímat jako dočasně pravdivé. Asymetrie mezi verifikací a falzifikací řeší problém, který se jinak řešení vzpírá – problém indukce: jak lze využít daný počet diskrétních pozorování k ověření teorie, která si činí nárok na univerzální platnost? Nahrazení verifikace falzifikací ruší potřebu užít induktivní logiky. To pokládám za Popperův největší přínos k filozofii vědy.

Popperova filozofie na mě měla velký vliv, ale samozřejmě jsem přečetl i spoustu jiných knih a nepřijal všechna Popperova stanoviska nekriticky. Zejména jsem nesouhlasil s tím, co nazýval metodologickou jednotou, tj. že tytéž metody a tatáž kritéria lze aplikovat jak na přírodní, tak společenské vědy. Tvrdím, že mezi těmito dvěma skupinami věd existuje podstatný rozdíl, zejména v tom, že společenské vědy se zabývají událostmi, na kterých se podílejí přemýšlející účastníci. Tito účastníci společenských událostí zakládají svá rozhodnutí na nedokonalém chápání. Jejich omylnost ztěžuje porozumění společenským situacím, což u přírodních jevů neplatí. Z tohoto důvodu musí společenské vědy užívat poněkud jiné metody a normy než vědy přírodní. Pevnou a jednoznačnou dělicí čáru mezi nimi však narýsovat nelze. Kam například patří evoluční psychologie nebo medicína? Ať tak či onak, v předešlé kapitole jsem vysvětlil, že rozdíl mezi přírodními a společenskými jevy hraje v mém pohledu na svět klíčovou roli.

Moje filozofie se vyvíjela mnoho let. Formovat jsem ji začal již jako student na London School of Economics. Studoval jsem ekonomickou teorii. Nebyl jsem příliš dobrý v matematice, a to mě přivedlo k otázce předpokladů, na kterých ekonomové zakládají své matematické modely. Teorie dokonalé konkurence předpokládá dokonalé vědění. Tento předpoklad byl v ostrém rozporu s Popperovým tvrzením, že naše chápání je v podstatě nedokonalé. Během svého vývoje byla ekonomická teorie nucena předpoklad dokonalého vědění opustit, ovšem nahradila ho jinými, které jí dovolily zformulovat univerzálně platná zobecnění, srovnatelná s těmi, jaká učinil Isaac Newton ve fyzice. Tyto předpoklady se stávaly stále komplikovanějšími a daly vzniknout imaginárnímu světu, který odrážel jen některé aspekty reality. Byl to svět matematických modelů, popisujících zdánlivou rovnováhu trhu. Více než o mate-

matické modely jsem se zajímal o reálný svět – a to mě dovedlo k vytvoření pojmu reflexivity.

Teorie reflexivity nepřináší konečné výsledky, srovnatelné s newtonovskou fyzikou; spíše odhaluje prvek neurčitosti, který se projevuje v situacích, jejichž účastníci jednají na základě nedokonalého chápání. Místo všeobecné tendence k rovnováze sledují finanční trhy jednosměrný kurz. Mohou sloužit jako vzory, které mají sklon se opakovat, ovšem jejich aktuální kurz je neurčitý a jedinečný.

Teorie reflexivity tak utváří teorii dějin, netrvá však na tom, aby byla pokládána za vědeckou, protože nepodává deterministická vysvětlení a nevyslovuje deterministické předpovědi. Je pouze rámcovou koncepcí pro chápání událostí s lidskými účastníky. I tak mi dobře posloužila později, když jsem se stal účastníkem trhu. A ještě mnohem později, kdy mi úspěch na finančních trzích dovolil založit nadaci, vedla mé kroky jako filantropa.

Filozofické bádání mi jako studentovi příliš nepomohlo. Jen tak tak jsem skládal zkoušky. Jakkoli jsem dával přednost bezpečí za zdmi univerzity – dokonce jsem měl vyhlídku funkce asistenta na University of Michigan v Kalamazoo, mé studijní výsledky nebyly dost dobré a já byl nucen vstoupit od reálného světa. Po několika neúspěšných startech jsem skončil jako arbitrážní makléř, nejprve v Londýně a poté v New Yorku<sup>9</sup>. Abych místo udržel, musel jsem zpočátku zapomenout všechno, co jsem se naučil jako student, ale nakonec mi mé univerzitní vzdělání bylo ku prospěchu. Své teorie reflexivity jsem mohl využít k vytvoření scénáře nerovnovážného modelu procesu střídání prosperity a úpadku pro finanční trhy. Vyplatilo se to, když finanční trhy dospěly do fáze, kterou jsem nazval vstupem na nerovnovážnou půdu, k čemuž dochází tehdy, když se všeobecně přijímané rovnovážné modely zhroutí. Soustředil jsem se na odhalování a popis nerovnovážných situací a dosáhl slušných výsledků. To mě vedlo k vydání první knihy *Alchymie financí*

---

9/ Arbitrážní makléřství spočívá v zužitkování cenových odchylek na vzájemně propojených trzích. Ceny se mohou lišit podle místa – pokud srovnáváme např. Tokio a Johannesburg s New Yorkem – nebo druhu cenného papíru papíry – pokud srovnáváme např. konvertibilní dluhopisy nebo akciové certifikáty s obyčejnými akciemi.

(1987), kde jsem svůj přístup vyložil. Daný proces jsem nazval alchymii, abych zdůraznil, že moje teorie nesplňuje požadavky vědecké metody, které v té době převládaly.

Do jaké míry byl můj finanční úspěch důsledkem mé filozofie, zůstává spornou otázkou, neboť výrazným rysem mé teorie je konstatování, že nevyslovuje žádnou pevnou předpověď. Vedení zajišťovacího investičního fondu v sobě zahrnuje nutnost neustále vyslovovat soudy v rizikovém prostředí, což může být velmi stresující. Trpíval jsem bolestmi v kříži a jinými psychosomatickými neduhy, které mi vysílaly neméně tolik užitečných signálů jako moje teorie. Svě filozofii – a zejména teorii reflexivity – jsem přesto přikládal velký význam. Pokládal jsem ji za natolik důležitou a natolik ji chránil jako oko v hlavě, že mi přišlo obtížné se o ni podělit tím, že ji sepiši a vydám. Žádná formulace mi nepřipadala dost dobrá.

Vyjádřit její myšlenky v několika větách – jak jsem učinil na tomto místě – se mi zdálo svatokrádežné. Musela to být kniha. Jak jsem zpracovával jednotlivé body, stávaly se moje argumenty stále spleťjšími, až jsem dospěl do stadia, kdy jsem nerozuměl tomu, co jsem napsal předešlé noci. Poté, co jsem ji bezpočtukrát popsal, opustil jsem filozofická bádání, vrátil se do praktického života a začal vážně vydělávat peníze. Když jsem své filozofické poznatky shrnul a jejich výsledky uveřejnil v knize *Alchymie financí*, mnoho kritiků její filozofickou část odmítlo jako nevázaný počin úspěšného spekulanta. Proto jsem sám sebe pokládal za neúspěšného filozofa. Nicméně, zkoušel jsem to dál. Když jsem měl na vídeňské univerzitě přednést přednášku na téma „Nový pokus neúspěšného filozofa“, ocitl jsem se ve velkém sále a díval se z katedry, tyčící se vysoko nad hledištěm, dolů na posluchače. Prostředí mě inspirovalo k tomu, že jsem učinil oficiální prohlášení a okamžitě začal mluvit o doktríně o omylnosti. Byla to nejlepší část mé přednášky.

Potíže při formulování myšlenek byly spojeny především s pojmy omylnosti a reflexivity; ostatní termíny mohly uškodit nanejvýš samy sobě. Při pohledu zpět je mi jasné, že jsem ve svých formulacích nebyl dost přesný a měl jsem sklon přehánět. Odborníci, jejichž postavení jsem se snažil zpochybnit, proto mohli mé argumenty, postavené na technických základech bez jakéhokoli ohledu na realitu, odmítnout nebo ignorovat. Někteří však přesto dokázali prohlédnout mou nedokonalou rétoriku a ocenit myšlenky, které

se za ní skrývaly. Platilo to zejména o lidech, kteří se angažovali na finančních trzích. Můj prokazatelný úspěch je vedl k tomu, že k němu začali hledat důvod – a tajemnost mých formulací jen umocnila jejich zájem. Můj nakladatel to předvídal a upustil od úprav rukopisu. Chtěl knihu, která by byla kultovním dílem. *Alchymii financí* dodnes čtou účastníci trhu a učí se z ní na obchodních školách, ekonomickými rezorty je však zcela ignorována.

Myšlenku, že jsem neúspěšný filozof, bohužel přijali ti, kdo o mně psali – včetně mého životopisce Michaela Kaufmana, který ocitoval mého syna Roberta:

*Otec se posadí a teoreticky vám zdůvodní, proč dělá to či ono. Vzpomínám si, že jako dítě jsem si vždycky pomyslel proboha, nejmíň polovina z toho jsou nesmysly. Víte, důvod, proč mění svou pozici na trhu nebo kdekoli jinde je, že ho začnou hrozně bolet záda. S rozumem to nemá nic společného. Jednoduše ho chytne křeč – a to je pro něj varovné znamení.*

*Když jste s ním delší dobu, uvědomíte si, jak silně ho pohání jeho temperament. Ale on se vždycky snaží své pocity vykládat rozumově. Žije v trvalém stavu, kdy své citové rozpoložení sice přímo neodmítá, ale přinejmenším racionalizuje. A to je docela legrační.<sup>10</sup>*

I já sám jsem měl vážné pochybnosti. Ačkoli jsem svou filozofii bral velmi vážně, nebyl jsem si zcela jistý, že to, co mám potřebu říci, si zaslouží, aby to brali vážně i ostatní. Věděl jsem, že je to důležité pro mě osobně, ale neměl jsem jistotu, že téma, kterým se zabývám, má nějakou cenu i pro jiné. Teorie reflexivity se zabývá tématem – vztahem mezi myšlením a realitou – o kterém filozofové diskutují celé věky. Je možné o něm říci ještě něco nového a originálního? Ostatně jak kognitivní, tak participační funkci lze pozorovat v reálném životě – a co je originální na pojmu reflexivity? Musela existovat pod jinými názvy. Protože nejsem příliš zblhlý v literatuře, bylo pro mě mnohem těžší dospět k pevnému závěru. Nicméně jsem zoufale toužil po tom, abych byl jako filozof brán

---

*10/ Citováno z Michael Kaufman, Soros: The Life and Times of a Messianic Billionaire (New York: Alfred Knopf, 2002), s. 140.*

vážně – a tahle ctižádost se stala mou největší překážkou. Cítil jsem povinnost svou filozofii dál vysvětlovat, protože jsem měl dojem, že nebyla patřičně pochopena. Všechny mé knihy se drží stejného vzoru. Vykládají mou teorii dějin – obvykle na konci, takže neodrazuje čtenáře – a aplikují ji na současné historické období. Jak čas plynul, přemohl jsem neochotu rozloučit se s pojmem reflexivity a zkrátil – a doufám i vyjasnil – sukus své filozofie. Ve své poslední knize *Věck omylnosti* jsem tuto filozofii nabídl veřejnosti. Rozhodl jsem se, že to bude naposledy, co ji představím – ale ani tehdy jsem si nebyl jistý, zda si opravdu zaslouží, aby ji někdo bral vážně.

A pak se stalo něco, co změnilo můj názor. Snažil jsem se odpovědět na otázku, jak mohly mít propagandistické techniky, popsané v Orwellově knize *1984*, takový úspěch v dnešní Americe? V této knize vás sledoval Velký Bratr, existovalo Ministerstvo pravdy a o disidenty pečoval represivní aparát. V současné Americe existuje svoboda myšlení a fungují pluralistická média. Přesto se Bushově administrativě podařilo pomocí orwellovského „novojazyka“ svést lidi na scesti. Náhle jsem si uvědomil, že nové světlo do problému může vnést právě pojem reflexivity. Dosud jsem předpokládal, že orwellovský „novojazyk“ mohl převládat jen v uzavřené společnosti, jakou byla ta Orwellova v knize *1984*. Otrocky jsem se držel argumentace Karla Poppera ve prospěch otevřené společnosti – zejména myšlenky, že svoboda myšlení a projevu vedou k lepšímu pochopení reality. Popperův argument spočíval v nevysloveném předpokladu, že k lepšímu pochopení reality vede politické jednání. Teorie reflexivity tvrdí, že existuje něco jako manipulativní (dříve participační) funkce a že politické debaty lze účinně využít právě k manipulaci s realitou. Proč by pak měli politici dávat přednost kognitivní funkci před manipulativní? Ta se týká sociologa, jehož cílem je nabytí znalostí, ovšem nikoli politika, jehož hlavním záměrem je být zvolen a zůstat u moci.

Tento pohled mě přiměl k tomu, abych znovu zvážil pojetí otevřené společnosti, které jsem tak nekriticky přejal od Karla Poppera. Ale způsobil ještě něco. Přesvědčil mě, že moje rámcová koncepce má objektivní hodnotu, přesahující rámec osobního zaujetí. Pojmy reflexivity a omylnosti významně přispívají k našemu chápání – ne proto, že jsou samy o sobě něčím neotřelým nebo originálním, nýbrž proto, že jejich pomocí můžeme identifikovat



a vyvrátit obecně rozšířené a vlivné mylné představy. Jednou z nich je to, co nazývám „omylem osvícenství“, které předpokládalo, že úkolem rozumu je produkovat vědění. Mluvím o omylu, protože toto pojetí ignoruje manipulativní funkci. Jak hluboce je osvícenská tradice zakořeněná, je zřejmé z mé vlastní zkušenosti. Když jsem přijal koncepci otevřené společnosti, omyl osvícenství jsem tím vlastně schválil – přestože jsem zavedl pojem reflexivity a trval na důležitosti manipulativní funkce.

Tento závěr mě zbavil pochybností, které jsem dosud choval o objektivní hodnotě mé filozofie. Vypukla finanční krize, zničila finanční systém a hrozila, že zaplaví celou ekonomiku. Je živoucím dokladem toho, jak velké škody mohou mylné představy napáchat. Teorie reflexivity nabízí možnou alternativu paradigmatu, převládajícího v současné době. Pokud platí, je víra, že finanční trhy mají sklon k rovnováze, falešná – a naopak.

Isem připraven dát svou rámcovou koncepci k úvaze veřejnosti v pevném přesvědčení, že zasluhuje pozornost. Stejně tak jsem si vědom různých nedostatků při jejích předchozích prezentacích. Doufám, že jsem je odstranil, a věřím, že bude čtenáři stát za to vyvinout úsilí, potřebné k pochopení mé filozofie. Netřeba říkat, že mě to činí šťastným. Měl jsem štěstí, že jsem vydělal spoustu peněz a dobře je utratil. Zároveň jsem vždycky chtěl být filozofem – a nakonec jsem se jím možná i stal. Co může jeden člověk chtít víc od jednoho života?

## ○ AUTOROVĚ

GEORGE SOROS JE PŘESEDOU SPOLEČNOSTI SOROS FUND Management a zakladatelem celosvětové sítě nadací, které se věnují podpoře otevřené společnosti. Je autorem několika velmi úspěšných knih, včetně *The Bubble of American Supremacy*, *Underwriting Democracy* (Směnka na demokracii, 1991), a *The Age of Fallibility* (Věk omylnosti, 2007). Narodil se v Budapešti, žije v New Yorku.





# OBŠAH

ÚVOD 7

ČÁST I:

PERSPEKTIVA 21

KAPITOLA 1: HLAVNÍ MYŠLENKA 23

KAPITOLA 2: AUTOBIOGRAFIE NEÚSPĚŠNÉHO FILOZOFA 29

KAPITOLA 3: TEORIE REFLEXIVITY 38

KAPITOLA 4: REFLEXIVITA NA FINANČNÍCH TRZÍCH 56

ČÁST II:

SOUČASNÁ KRIZE A JEJÍ POKRAČOVÁNÍ 77

KAPITOLA 5: HYPOTÉZA SUPER-BUBLINY 79

KAPITOLA 6: AUTOBIOGRAFIE ÚSPĚŠNÉHO SPEKULANTA 99

KAPITOLA 7: MOJE PROGNÓZA NA ROK 2008 111

KAPITOLA 8: JAK POSTUPOVAT 127

ZÁVĚR 134

PODĚKOVÁNÍ 140

O AUTOROVĚ 141

GEORGE SOROS

NOVÉ PARADIGMA  
PRO  
FINANČNÍ TRHY

ÚVĚROVÁ KRIZE 2008  
A CO DÁL

Z angličtiny přeložili

Václav Procházka, Matěj Brabec a Katarína Bendíková

Vydal Evropský literární klub (Moskevská 63a, 100 00 Praha 10)  
jako svou 76. publikaci  
a nakladatelství Vyšehrad (Víta Nejedlého 15, 130 00 Praha 3)  
jako svou 866. publikaci  
1.vydání, Praha 2009

Odpovědní redaktoři: Jarmila Schreiberová, Miloslav Kopecký  
Přebal, vazbu a typografii navrhl Martin Dyrnů

Sazbu zhotovilo MU typografické studio Praha  
Vytiskla tiskárna Ekon, družstvo  
Srážná 17, 586 01 Jihlava  
Počet stran 144